APRÈS LES PIGS, LES FROGS…

Entre 2010 et 2012, la crise des dettes souveraines de la zone euro a popularisé un acronyme peu flatteur : les PIGS, pour Portugal, Italie, Grèce et Espagne. Ces pays concentraient alors l'essentiel de la défiance des investisseurs, avec des spreads contre Bund de plusieurs centaines de points de base et, pour certains, un recours à l'assistance financière européenne et du FMI. La France figurait à l'époque parmi les émetteurs dits « core ». Son écart avec l'Allemagne avait certes ponctuellement dépassé les 150 points de base fin 2011, mais le marché continuait de la considérer comme une signature de premier rang, capable de se refinancer sans difficulté.

Quinze ans plus tard, le paysage a profondément changé. Entre-temps, les anciens mauvais élèves ont engagé, souvent dans la douleur, des programmes d'ajustement budgétaire, des réformes du marché du travail et des retraites, ainsi qu'un retour aux excédents primaires pour certains. Une cure dont personne ne souhaite la répétition mais dont les résultats apparaissent aujourd'hui de manière spectaculaire : la France emprunte désormais à un coût supérieur à celui de l'Italie, de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal.

L'OAT française à 10 ans a ainsi atteint 4,96% en séance le 30 septembre, tandis que son écart avec le Bund allemand a franchi le seuil des 120 points de base, une première depuis 2012.

Le projet de loi de finances pour 2027, présenté le 1er octobre en Conseil des ministres, constitue un premier test de crédibilité. Il prévoit 43 milliards d'euros de mesures nouvelles, soit un effort total de 54 milliards d'euros en incluant la montée en charge des dispositifs précédemment adoptés, avec pour ambition de ramener le déficit public à 5 du PIB en 2027.

Cet objectif est identique à celui qui avait été fixé pour 2026, objectif qui ne sera vraisemblablement pas atteint puisque le déficit est désormais attendu à 5,4% du PIB. La dette publique atteindrait quant à elle un niveau record de 121,7% du PIB, sur l'hypothèse d'une croissance de 1%. L'agence Fitch anticipe pour sa part un déficit de 5,5% en 2027, soit un écart de 0,5 point par rapport à la trajectoire gouvernementale.

Le calendrier politique et financier ajoute encore à l'incertitude : examen parlementaire tout au long de l'automne dans une Assemblée sans majorité claire, révision de la notation par Moody's (Aa3, perspective négative) le 23 octobre, puis par S&P (A+) le 27 novembre, avant l'élection présidentielle du printemps 2027.

La remontée des taux n'est toutefois pas un phénomène spécifiquement français. Depuis l'été, l'ensemble des courbes souveraines s'est tendu sous l'effet des tensions persistantes autour du détroit d'Ormuz. Le Brent se maintient au-dessus de 100 dollars le baril, en hausse de près de 75% depuis le début de l'année. Cette flambée énergétique a relancé les pressions inflationnistes et conduit la BCE à relever ses taux directeurs à deux reprises cette année, tandis que le marché anticipe encore un tour de vis monétaire avant la fin de l'exercice.

Les marchés actions évoluent pourtant dans un registre bien différent. Les principaux indices demeurent proches de leurs sommets historiques, soutenus par des révisions bénéficiaires toujours orientées à la hausse, principalement portées par les secteurs technologiques, pétroliers et financiers. Les anticipations de croissance des bénéfices par action pour 2026 atteignent ainsi des niveaux particulièrement élevés : +29% aux États-Unis et +16% en Europe.

Le principal moteur de ces révisions demeure l'effort d'investissement des *hyperscalers*. Les quatre grands acteurs mondiaux du cloud devraient consacrer près de 730 milliards de dollars à leurs dépenses d'investissement en 2026, un montant que le marché projette à plus de 1 070 milliards de dollars en 2027. Pour financer cette expansion, ces groupes recourent régulièrement aux marchés obligataires. Leurs excellentes notations de crédit, à l'image de Microsoft (AAA) ou d'Alphabet (AA+), attirent une part croissante des capitaux disponibles vers le crédit privé au détriment des obligations souveraines.

Il en résulte une forme de cercle vertueux auto-entretenu. Les géants de la technologie se financent aisément sur les marchés, réinvestissent massivement dans les infrastructures numériques et les semi-conducteurs, renforçant ainsi la visibilité de leur croissance future. Cette dynamique contribue à réduire la perception du risque sur ces entreprises et rend leur dette plus attractive en comparaison de certaines obligations souveraines dont les fondamentaux budgétaires se détériorent.

Jusqu'à présent, les marchés ont principalement privilégié les bonnes nouvelles. Les indices continuent de progresser, même si le rythme s'est sensiblement modéré par rapport au début de l'année. Dans le même temps, les signaux de tension envoyés par les marchés obligataires occupent une place croissante dans les débats des investisseurs. Dans ce contexte, une vigilance accrue apparaît nécessaire à l'approche du dernier trimestre, avec une sélectivité renforcée tant sur les secteurs que sur les classes d'actifs et les pays. Le surnom de « FROGS » donné de manière péjorative aux Français par les anglais pourrait malheureusement plus que jamais réapparaître sur le devant de la scène internationale….

Sources données chiffrées : Bloomberg - Cogefi Gestion

AVERTISSEMENT - Les OPC sont investis dans des instruments financiers sélectionnés par Cogefi Gestion qui connaîtront les évolutions et aléas des marchés. Il est rappelé que tout investissement comporte des risques de perte. Le capital investi peut ne pas être intégralement restitué. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne constituent en aucun cas une garantie de performance ou de capital à venir. Ce document ne constitue ni une offre de vente, ni un conseil en investissement et n'engage pas la responsabilité du groupe Cogefi. Données à caractère indicatif. Avant tout investissement, Cogefi Gestion recommande de se rapprocher de son conseiller pour une meilleure compréhension des risques et de consulter obligatoirement le DICI des OPC disponible sur www.cogefi.fr. Ces fonds ne peuvent être souscrits par des « US Persons » ou assimilés.

À propos de COGEFI GESTION - Société de Gestion de Portefeuille (agrément AMF GP97090) ayant pour activité la gestion de portefeuilles pour compte de tiers - gestion privée et collective. Son expertise se traduit par des services et produits adaptés aux investisseurs privés comme professionnels. Cogefi Gestion est une filiale du groupe Cogefi.